

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 14420051300941

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国货币政策规则的检验及适应性分析

Empirical Test and Adaptability Analysis of Monetary Policy

Rules in China

曾 挺

指导教师姓名: 元 惠 萍 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 3 月

论文答辩时间: 2008 年 5 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
2. 不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

货币政策规则（Monetary Policy Rules）研究是近年来货币金融学乃至宏观经济学的一个重要领域。货币政策规则不仅可以成为中央银行制定货币政策的行动指南，而且可以提高货币政策的有效性、可信性和透明度。同时，它也为评价货币政策提供了一个可以观察的基本框架，使人们能够衡量货币政策的实施效果及对社会福利的影响。因此，本文主要在借鉴西方货币政策规则研究成果的基础上，利用我国数据，对我国的货币政策规则进行实证分析和理论探讨，希望在此基础上对中国货币政策框架的改进提供一些有益启示，并力图寻找和构建适合中国的货币政策规则。

本文共分五部分：

第一章：阐述了货币政策传导机制与中介目标，对规则与相机抉择的争论的理论分析和历史演化进行了回顾。在对我国货币政策实践回顾和总结的基础上得出结论：中国的货币政策操作呈“逆风行事”特点，看似相机抉择，实则为某种反馈规则。

第二章：论述了货币数量规则理论及在中国的实践，对我国货币供应量与最终目标间的相关性及相关性的变化进行检验，发现作为货币政策中介目标的货币供应量与宏观经济之间仍然存在较稳定的相关关系，并且这种相关关系并未因我国经济结构的变化而明显减弱，特别是物价水平与货币供应量之间关系变得更为紧密。这表明，在当前，货币供应量作为货币中介目标仍有其合理性。

第三章：对泰勒型规则在中国的适应性进行实证检验。结果表明：我国的市场利率与通货膨胀相关，但规则的系数值都小于零。而其与经济增长（产出缺口）之间不存在明显的相关关系，说明利率对宏观经济的影响有限。利率在我国呈现弱效应。

第四章：阐述了通货膨胀目标规则的国际实践及在我国的适应性，并认为我国当前的宏观经济情况并不适合于通货膨胀目标规则。

第五章：结论和政策建议。

关键词：货币政策；规则；实证研究

Abstract

The evolvement of the research on monetary policy rules is an important breakthrough in the field of the economics of money and finance and the macro-economics these years. A monetary policy rule not only can guide the central bank to make feasible monetary policies but can improve the effectiveness, credibility and transparency of monetary policies. At the same time, it provides an observational basic framework to evaluate monetary policies, through which people can measure the effect and the influence on the social welfare of monetary policies. Therefore, on the basis of western monetary policy rules, this paper uses China's data to analyze China's monetary policy. We hope we can give some useful suggestion and try to find or build suitable monetary policy rules for China.

This paper consists of Five parts:

Chapter 1: We expatiate on the monetary policy conduction mechanism and the medium-aims. We also make a review on the evolvement of the theories and the controversy over the choice of monetary policy between "rule or discretion".

Chapter 2: We discuss the theory of monetary targeting rules and its practice in china. We also make a test of the correlation between the money supply and the Macroeconomic Goal.

Chapter 3: We make a test of the adaptability of the Taylor-Type Monetary Policy Rules in China. The result shows that: China's market interest is related with inflation, but the coefficient is less than zero. We also find that China's market interest is not related with the economic growth, these suggest that: China's market interest had limited impact on the macroeconomic, which has weak effect.

Chapter 4: We discuss the international practice of inflation targeting rules and its adaptability in China. And we come to such conclusion: the inflation targeting rules is not suitable for China's current macroeconomic.

Chapter 5: Conclusions and policy suggestions.

Key Words: Monetary Policy; Rules; Empirical Study

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录	
导 论.....	1
第一节 论文的研究背景与意义	1
第二节 货币政策规则实证研究评述	2
一、货币数量规则文献综述.....	2
二、利率规则实证研究综述.....	3
第三节 研究的基本方法	5
第四节 本文研究特点与不足	5
第一章 货币政策规则历史演进及我国的实践.....	7
第一节 货币政策传导机制与中介目标	7
一、货币政策传导机制.....	7
二、货币政策中介目标.....	8
第二节 货币政策规则与相机抉择之争	9
第三节 我国的货币政策操作实践	12
第二章 货币数量规则理论及在中国的实践.....	15
第一节 货币数量规则	15
第二节 货币主义思想在我国的实践	16
第三节 货币供应量与最终目标间相关性检验	18
一、数据选择与处理.....	18
二、宏观经济变量与货币增长率关系的简单分析.....	19
三、宏观经济变量与货币增长率关系的实证分析.....	21
第三章 泰勒型规则在中国的实证检验	27
第一节 泰勒型规则	28
第二节 泰勒型规则实证检验	30
一、数据的选取.....	30
二、实证检验.....	33
第三节 泰勒型规则在我国的适应性分析	36

第四章 通货膨胀目标规则：国际实践及在中国适应性	38
第一节 通货膨胀目标制的发展及国际实践	38
第二节 通货膨胀目标制在我国的适应性	40
一、通货膨胀目标制实施的基本前提	41
二、我国的现实情况并不适合通货膨胀目标制	42
第五章 结论及政策建议	44
第一节 主要结论	44
第二节 政策建议	45
参考文献	47
致 谢 语	51

CONTENTS

Introduction.....	1
Section 1 Researching Background and significance	1
Section 2 Literature of Empirical Studying on Monetary Policy Rules	2
Section 3 Researching Methods.....	5
Section 4 Researching Features and Defects	5
Chapter 1 Historical Evolution of Monetary Policy Rules and the Practice in China.....	7
Section 1 Monetary Policy Conduction Mechanism and the Medium-aims.....	7
Section 2 Controversy of Rule or Discretion.....	9
Section 3 Monetary Policy Practice of China	12
Chapter 2 Monetary Targeting Rules and Practice in China.....	15
Section 1 Monetary Targeting Rules.....	15
Section 2 Monetarism Practice in China	16
Section 3 Testing the Correlation between Money Supply and the Macroeconomic Goal.....	18
Chapter 3 Testing of Taylor-Type Monetary Policy Rules in China.....	27
Section 1 About Taylor-Type Monetary Policy Rules	28
Section 2 Empirical Estimate of Taylor-Type Monetary Policy Rules.....	30
Section 3 Adaptability Analysis of Taylor-Type Rules in China	36
Chapter 4 Inflation Targeting Rules: International Practice and Adaptability Analysis in China.....	38
Section 1 Development of Inflation Targeting and International Practice	38
Section 2 Adaptability Analysis of Inflation Targeting	40
Chapter 5 Conclusion and Suggestion	44

Section 1 Main Conclusion	44
Section 2 Policy Suggestion.....	45
Reference.....	47
Acknowledgement.....	51

厦门大学博硕士论文摘要库

导 论

第一节 论文的研究背景与意义

货币政策规则是货币理论与实践研究的重要课题，在过去的 100 多年里，大量的经济学家为此方面做出了杰出的贡献，从弗里德曼（Friedman, 1948）^[1]到基德兰德和普雷斯科特（Kydland and Prescott, 1977）^[2]、从麦卡勒姆（McCallum, 1987）^[3]到泰勒（Taylor, 1993）^[4]等等，许多经典文献对货币政策规则理论和实证进行了阐述。这些理论研究为各国的货币政策实践提供了理论依据，深深的影响着各国货币当局的政策操作。

进入 20 世纪 90 年代后期，货币政策实践不断出现规则化的新动向。一是美国等发达国家的中央银行更注重按规则微调经济，这是重新认识规则的具体表现。二是不少国家采用目标设定制度，为货币政策设定和选择名义锚，通货膨胀目标制的广泛采用就是这一趋势的集中体现。总之，西方货币政策理论和实践的发展都呈现了推崇货币政策规则的趋势。同时，一些新兴市场国家（地区）也在努力探索适合本国的货币政策规则或者借鉴货币政策规则的思想改进本国的货币政策框架。

货币政策理论的不断发展与演化，以及 20 世纪 90 年代西方国家货币当局在执行货币政策的实践中所遇到的问题，为我国货币政策提供了极有价值的借鉴意义。我国当前的货币政策操作究竟是“相机抉择型”还是“规则型”？哪一种货币政策规则更优、更适合我国的国情？本文就试图在实证研究的基础上对以上两个问题做出回答。具体而言，文章主要内容如下：

第一，对货币政策规则的历史演化和我国货币操作实践进行了回顾和总结。通过对我国货币操作实践的回顾，我们看到，中国的货币操作呈“逆风行事”特点，即在经济过热时紧缩，经济衰退时扩张，看似相机抉择，实则为某种反馈规则。

第二，分析了两类不同的最优货币政策规则：以货币供应量为中介目标的货币政策规则和以利率作为货币政策操作工具时的货币政策规则。通过实证分析，我们得出结论：货币供应量中介目标与宏观经济变量之间存在相关性，

而且,随着我国经济环境的变化,这种相关性并没有减弱。其次对典型的利率工具规则——泰勒规则的实证研究表明,利率对产出缺口的反应不明显,对通货膨胀率的反应系数小于 0,故中国的泰勒规则是一种不稳定的规则。

最后,通过对通货膨胀目标规则的国际实践及在我国的适应性分析,我们认为我国目前的宏观经济形式并不适合通货膨胀目标规则。

总之,研究货币政策规则问题对中国货币政策研究具有重要的理论意义和现实意义。我们需要对比我国与市场经济发达国家之间宏观和微观环境的异同,既要注意到我国的货币政策环境与西方发达国家之间表现出越来越多的“共性”,同时也不能忽略我国宏观经济环境与西方发达国家存在的许多差异。这就决定了我国货币政策规则的选择、作用的方式和效果应当具有自身的特征,不能简单地全面照搬西方的货币政策规则理论,必须有步骤、有选择、适时地加以采用。货币政策规则多种多样,在具体实践中需要根据不同的历史条件而采取不同的方法,不存在永恒不变的单一规则。

第二节 货币政策规则实证研究评述

一、货币数量规则文献综述

关于货币与经济活动之间关系的最早研究成果来自费雪 (Irving Fisher, 1911),即货币在经济活动中的作用是通过交易方程实现的。他认为,货币流通速度以及真实产出增长的变化很小,因此,通货膨胀和通货紧缩的原因在于货币数量^[5]。

费里德曼和施瓦茨 (Friedman and Schwartz, 1963) 对美国南北战争至 1960 年的货币史进行了叙事性研究,这是关于货币存量学说的实证分析,其主要结论是:更高的货币会导致更高的价格,因此,要保持货币数量的固定增长^[6]。

McCallum (1988) 考察了以基础货币为操作工具,操作目标为 3% 年增长率减去基础货币速率的平均增长率再加上对名义 GNP 对目标路径的偏离的调节^[7]。

费雪 (Douglas Fisher, 1995) 对一般货币、Divisia 货币及其他货币概念的关系进行研究,以 1960 年 1 月至 1993 年 5 月的数据为样本,对货币需求中的

理性预期进行了检验。结果表明, Divisia 货币或以显性偏好为基础设立的货币概念具有较好的稳定性, 这类货币更适合作为货币政策中介目标^[8]。

近年来国外大量的实证研究发现, 由中央银行设定的货币供应量目标与货币政策最终目标(如物价水平、GDP)之间的关系变得越来越不稳定。Friedman 和 Kutter (1996), Estrella 和 Mishkin (1997) 等人的研究表明, 在美国, 各层次货币供应量目标与货币政策最终目标之间的稳定关系已经不复存在^{[9][10]}。

国内学者对货币政策数量规则效果的研究主要是从 1998 年开始的。在具体的实证研究中, 由于各位学者所使用的方法、所采用的模型和变量选择的不同, 因而得出的结论也存在着分歧: 夏斌、廖强 (2001) 认为, 从 1998 年开始, 尽管货币供应速度不减, 尤其是 M1 增速加快, 但经济增长速度却趋于平稳稍降, 物价在 M1 快速增长的情况下继续持续下跌, 这说明货币供应量的相关性较弱^[11]。钱小安 (2002) 认为, 金融开放条件下, 金融中介的结构性变化使金融运行机制相应发生变化, 从而改变宏观经济指标之间的相关性。新的情况下, 中央银行货币政策中介目标不再行之有效^[12]。吴晶妹 (2002) 以相关分析和回归分析作为主要分析方法, 分析了我国货币供应量增长率与 GDP 增长率之间的相关性。结果表明, M1 增长率对 GDP 增长率没有显著影响, 而 M0、M2 对 GDP 的影响较为显著^[13]。而范从来 (2004) 则提出, 一般在研究货币供应量与国民经济之间的关系时, 是用当期的货币供应量与当期的国民生产总值或当期的价格总水平指数进行相关性分析, 并没有考虑时滞因素。而货币政策的操作过程应该是货币当局根据国民经济的总体判断来确定下一阶段的货币政策, 这中间存在一定的时滞。所以他在进行分析时加上了 M1 和 M2 的滞后项进行回归。结果表明 GDP 对来自 M1、M2 的作用能产生比较迅速而敏感的反应^[14]。但在他的研究中并没有加入 GDP 的滞后项, 没有考虑到其他因素对 GDP 增长的影响。

二、利率规则实证研究综述

随着利率市场化, 越来越多的中央银行重视对市场利率进行调控, 他们以利率为货币政策中介目标, 通过影响杠杆性的市场利率来影响货币市场状况, 由此改变银行资金运用的边际成本, 达到调节银行的存款创造及货币总量的目

的。近年来大量经济文献都对利率规则进行了实证研究,其中最著名的就是泰勒规则(Taylor Rules),原始 Taylor (1993) 规则以联邦基金利率为操作工具,当通胀率维持在 2% 目标值和产出缺口为零时,名义联邦基金利率则维持在 4% 水平上,亦即均衡真实利率为 2%。当通胀率和产出缺口对各自目标值(2%和 0)有所偏离时,联邦基金利率对偏离的反应系数均为 0.5^[4]。原始 Taylor 规则是通过分析历史数据得到的,其惊人之处在于由该简单的反应规则计算出的联邦基金利率理论值非常接近于美国 1987 至 1992 的联邦基金利率实际值。

自从泰勒规则提出后,经济学家们进行了大量的相关研究,包括对货币政策操作实践进行理论分析和对货币政策规则本身进行分析。Taylor (1998) 针对美国 1879-1914 年以及 1955-1997 年间经济数据,运用历史分析法对泰勒规则进行了检验,认为泰勒规则是检验美国货币政策的有用分析框架,利率对于通货膨胀缺口和产出缺口的反应系数随着经济系统稳定性的变化而发生动态变化,泰勒规则对于 20 世纪 80 年代末期和 90 年代的货币政策操作十分适用^[15];政策实际作用结果与规则值的偏差往往伴随着长期的高通胀率或是低产出。Clarida, Gali 和 Gertler (1997, 2000) 采用中央银行反应函数法对泰勒规则进行了检验,应用两类国家 G3 (德国, 日本, 美国), E3 (英国, 法国, 意大利) 的实际数据进行了估计,认为在不确定情况下以通货膨胀作为目标优于固定汇率目标^{[16][17]}。Clarida, Gali 和 Gertler (1999) 提出了 IFB 规则(Inflation-Forward Base Rule),也即前瞻性泰勒规则^[18]。Judd 和 Rudebusch (1998) 则将历史分析法与反应函数法相结合,在分析美联储,英格兰银行,日本银行,德意志联邦银行等主要货币当局政策操作历史的基础上,估算中央银行的反应函数^[19]。Levin, Wieland 和 Williams (1998) 进一步分析美国数据,得出联邦基金利率一阶差分对当期产出缺口、一年期平均通胀率及目标通胀率差值做出反应的规则,该规则在不确定情况下是稳健的,且一阶差分规则优于 Taylor (1993) 规则^[20]。Christiano 和 Gust (1999) 采用一些国家的经济数据对泰勒规则进行检验,得出结论:当通货膨胀增加时,名义利率增加系数大于 1,当产出缺口变化时,利率变化不大^[21]。Laxton 和 Pesauti (2003) 在描述政府货币政策调整行为时建立了一个简单 IFB 规则,它对方程的估计不是依赖长期均衡利率,而是赋予预期通货膨胀率较大的权重,实证结果显示,在开放的新兴市场经济国家,IFB

规则比通常的泰勒规则效果好^[22]。

国内学者中对泰勒规则的研究以谢平、罗雄（2002）为代表，其运用历史分析法与反应函数法对中国货币政策进行检验，结论是泰勒规则可以很好地衡量中国货币政策运用水平，并认为利率规则值与实际值的偏离之处恰恰是政策操作滞后于经济形势的阶段，认为泰勒规则可以作为中国货币政策的参照尺度，用以衡量货币政策的松紧^[23]。此外，陆军、钟丹（2003）运用协整分析方法估计我国泰勒规则的具体形式，认为泰勒规则可以恰当地描述我国银行间同业拆借利率的具体走势，并充当货币政策的决策依据。考虑到货币政策的时滞问题，还引入前瞻性泰勒规则，用预期通货膨胀率缺口代替原有的通货膨胀缺口作为估计变量，对泰勒规则进一步修正^[24]。

第三节 研究的基本方法

本文主要是对货币数量规则和泰勒型规则做出实证分析。所使用的数据都为季度数据，为消除季度因素影响，我们采用 EViews5.0 中 Census X12 季节调整方法进行调整。针对两种不同规则我们的检验方法不同，具体而言：

一、分析货币数量规则在当前我国的适用性时，我们主要检验了宏观经济变量（GDP 和 CPI）与货币增长率（M1、M2）的关系。为避免“伪回归”问题，我们采用单方程自回归分布滞后模型对我国货币供应量增长率与宏观经济变量增长率之间的关系进行回归分析。所使用的方法均为普通最小二乘法（OLS）。为检验在样本期内各变量之间的相关关系是否发生变化，我们采用协方差分析模型，引入虚拟变量考察模型的结构变化。

二、本文第三部分基于我国的实际数据对泰勒型规则进行了实证检验。为检验模型的稳定性，我们使用了四组数据：使用 CPI 和 GDP 平减指数两种方法来测度通胀水平；使用 HP 滤波产出缺口和趋势产出缺口来测度经济增长。回归方法仍然是普通最小二乘法，回归模型为标准泰勒规则（原始泰勒）、最优泰勒规则、带利率平滑的泰勒规则，并对模型结果进行比较分析。

第四节 本文研究特点与不足

本文的创新之处在于：

第一，本文采用我国的实际宏观经济数据，在对货币政策规则进行实证检验的基础上提出了我国当前货币政策操作规则的建议。

第二，对货币数量规则在我国的适应性进行检验，通过对宏观经济变量与货币增长率的回归分析，我们发现它们之间具有明显的相关关系，并且在整个样本期间（1996 年第 1 季度至 2007 年第 3 季度）这种关系并无明显减弱。说明当前货币供应量作为我国的货币政策中介目标仍有其合理性。

第三，首次利用四组数据对泰勒规则在我国的适应性进行检验，发现我国货币政策存在明显的利率平滑行为。四组数据的估计结果都显示产出缺口系数不显著，表明我国利率变动与产出缺口无关。这说明我国利率与经济增长之间并不存在很好的互动关系。

但是，本文还存在以下不足和需进一步研究的地方：

第一，由于我国金融市场的发展相对滞后，政府在经济数据统计方面工作做的也不足，这无疑对数据的收集造成了相当大的困难。由于数据获取的制约，有些检验工作无法进行，同时也可能会对本文研究结果的科学性和可靠性造成一定影响。

第二，在泰勒型规则检验中，对怎样测算潜在产出水平感到困惑。估算潜在产出的方法总体来说有两类：一类是借助计量分析工具对现实产出的时间序列直接进行处理从而给出潜在产出的估算值，如消除趋势法；另一类是生产函数法。第一类方法估算过程简便，考虑的因素较少，但主要缺点是没有体现潜在产出的供给面特征；而生产函数法则较为全面地考虑了生产要素利用率和技术进步的影响，但估算过程较为复杂。理论界对于使用哪种方法并没达成一致，本文使用的是第一种方法，这可能会对最终估计结果产生影响。

第三，在各种货币政策规则模型中，本文都没有把汇率因素考虑进去，但随着我国金融市场的进一步开放，我国经济已经同世界经济紧密联系在一起。汇率的变动、汇率的稳定性必将对我国的货币政策操作产生影响。

最后，由于对计量统计方法的掌握有限，本文没有对通货膨胀目标规则在我国的最优性、可行性做出实证检验。这也有待于今后进一步研究。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库